

COMITÉ DE EJECUCIÓN

ACTA NÚMERO 55-2008

Sesión 55-2008 celebrada en el edificio del Banco de Guatemala, ubicado en la séptima avenida número veintidós guión cero uno, zona uno de esta ciudad, el viernes catorce de noviembre de dos mil ocho, a partir de las trece horas con treinta y cinco minutos.

La Coordinadora, con el quórum correspondiente, sometió a consideración del Comité de Ejecución el proyecto de Orden del Día.

PRIMERO: Conocimiento del proyecto de acta número 54-2008, correspondiente a la sesión celebrada el 7 de noviembre de 2008.

CIRCULÓ: proyecto de acta número 54-2008.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

- a) Mercado de Dinero
- b) Mercado Cambiario
- c) Variables Indicativas
- d) Flujo Estimado de Monetización
- e) Propuesta de cupos para la licitación de depósitos a plazo

TERCERO: Cuarto corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) de 2008.

CUARTO: Balance de riesgos de inflación.

QUINTO: Discusión y determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo.

- a) Discusión
- b) Determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo

SEXTO: Otros asuntos e informes.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el Orden del Día.

PRIMERO: La Coordinadora sometió a consideración del Comité el proyecto de acta correspondiente.

No habiendo observaciones, el Comité aprobó el acta número 54-2008.

SEGUNDO: Información de los mercados y variables monetarias.

La Coordinadora solicitó que se proporcionara la información correspondiente.

a) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, con relación al Mercado de Dinero informó que, durante el período del 7 al 13 de noviembre de 2008, se registraron captaciones de Depósitos a Plazo (DP) por

Q4,468.1 millones y vencimientos por Q3,530.9 millones, lo que dio como resultado captaciones netas por Q937.2 millones, asociadas a las operaciones realizadas en licitación por medio de las bolsas de comercio (vencimientos netos por Q50.0 millones), en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD) y en el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A. (captaciones netas por Q1,199.1 millones); y, en ventanilla (vencimientos netos por Q211.9 millones).

Respecto a las captaciones de DP, indicó que durante el período del 7 al 13 de noviembre de 2008, las mismas se efectuaron por medio de la MEBD y por el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A., al plazo de 7 días, a la tasa de interés líder de la política monetaria de 7.25%.

Con relación a las operaciones de inyección de liquidez informó que, durante el período del 7 al 13 de noviembre de 2008, se efectuaron operaciones por Q125.8 millones al plazo de 7 días, a la tasa de interés de 8.75%. Indicó que en las referidas operaciones se recibieron como garantía Certificados Representativos de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala expresados en quetzales y expresados en dólares de los Estados Unidos de América.

Por otra parte, informó que de conformidad con resolución JM-104-2008 de la Junta Monetaria, el 13 de noviembre del presente año se captaron depósitos a plazo por US\$10.0 millones al plazo de 14 días y hubo vencimientos por US\$10.0 millones.

Con relación a las operaciones de reporto para proveer de liquidez en dólares de los Estados Unidos de América a los bancos del sistema, de conformidad con resolución JM-122-2008, informó que se realizaron dos subastas y se recibieron demandas por US\$39.1 millones las cuales fueron adjudicadas en su totalidad, así: el 10 de noviembre de 2008, se recibió una postura por US\$0.8 millones, al plazo de 90 días y a la tasa de interés de 6.54000% y el 13 de noviembre de 2008 se recibieron dos posturas por un total de US\$12.0 millones, al plazo de 60 días, a la tasa de interés de 5.54125% y tres posturas por un total de US\$26.3 millones, al plazo de 90 días a la tasa de interés de 5.64875%.

En cuanto a la tasa de interés promedio ponderado del total de operaciones de reporto realizadas en las bolsas de comercio del país, indicó que durante el período del 7 al 13 de noviembre de 2008, la mínima fue de 7.29%, observada el 7 de noviembre, y la máxima fue de 7.46%, registrada el 11 de noviembre de 2008. Asimismo, señaló que los montos negociados fueron garantizados con títulos públicos y que la tasa de interés promedio ponderado durante dicho período fue de 7.36%.

Por otra parte, informó que el 13 de noviembre del año en curso los bancos del sistema y las sociedades financieras realizaron operaciones de reporto en el mercado bursátil, con depósitos a plazo del Banco de Guatemala y con Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, por Q42.0 millones, con un rendimiento promedio ponderado de 7.3452%; así también, se realizaron operaciones de reporto en dólares de los Estados Unidos de América en el mercado bursátil por US\$4.3 millones con un rendimiento promedio ponderado de 2.0000%.

Finalmente, informó que con relación a los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, durante el período del 7 al 13 de noviembre de 2008, se registraron colocaciones por Q173.2 millones y vencimientos por US\$9.1 millones.

b) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria, respecto al Mercado Institucional de Divisas informó que durante el período del 6 al 12 de noviembre de 2008, el promedio diario de operaciones de compra fue de US\$46.9 millones y el de venta fue de US\$51.4 millones y que los tipos de cambio promedio ponderado de las referidas operaciones mostraron una tendencia hacia el alza. En efecto, el jueves 6 de noviembre fueron de Q7.51077 por US\$1.00 para la compra y de Q7.53128 por US\$1.00 para la venta; en ese orden, el viernes 7 de noviembre fueron de Q7.54425 y de Q7.54898; el lunes 10 de noviembre fueron de Q7.53025 y de Q7.57734; el martes 11 de noviembre fueron de Q7.53962 y de 7.57469; y, finalmente, el miércoles 12 de noviembre fueron de Q7.56211 y de 7.60507. Asimismo, indicó que el tipo de cambio de referencia vigente para el 14, 15 y 16 de noviembre del presente año es de Q7.63311 por US\$1.00.

En lo que se refiere a los sistemas electrónicos de negociación de divisas que administra la Bolsa de Valores Nacional, S. A., comentó que en el período del 7 al 13 de noviembre de 2008 en el Sistema Privado Institucional de Divisas (SPID), no se realizaron operaciones. En lo que respecta al Sistema Electrónico de Negociación de Divisas (Sinedi), no se realizaron operaciones y, de conformidad con lo establecido en la Regla de Participación del Banco de Guatemala en el Mercado Institucional de Divisas, no se convocó a subasta de dólares de los Estados Unidos de América.

Por otra parte, informó que en el Mercado de Futuros de Divisas que opera la Bolsa de Valores Nacional, S. A., en el período del 7 al 13 de noviembre de 2008, no se cerraron operaciones y que, al jueves 13 de noviembre, no existe precio de referencia para el mercado a liquidarse en diciembre de 2008.

c) El Director del Departamento de Estudios Económicos informó que entre el 6 y el 13 de noviembre de 2008, según cifras preliminares, la posición diaria de encaje del sistema bancario pasó de una posición de Q1,136.8 millones a otra de Q466.2 millones, mientras que el saldo de las inversiones en DP al plazo de 7 días en ese período, varió de Q2,987.0 millones a Q4,186.1 millones, por lo que el monto de los recursos líquidos del sistema bancario (posición diaria de encaje más inversiones en DP al plazo de 7 días) pasó de Q4,123.8 millones el 6 de noviembre a Q4,652.3 millones el 13 de noviembre de 2008.

Destacó que en el período del 6 al 13 de noviembre de 2008, los principales factores desmonetizantes de la emisión monetaria fueron, por una parte, el incremento en el saldo de los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala por Q937.2 millones y de los depósitos del resto del sector público en el Banco Central por Q151.8 millones y, por la otra, la disminución en el saldo de las Reservas Internacionales Netas (RIN) por el equivalente a Q456.8 millones; mientras que los principales factores monetizantes fueron la disminución en el saldo del encaje bancario por Q654.0 millones y de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por Q543.8 millones.

Con relación a las variables indicativas de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia manifestó que, con datos observados a octubre de 2008, para diciembre de 2008, la inflación total proyectada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 10.82% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 10.90%; el promedio simple de ambos modelos se sitúa en 10.86%, porcentaje que se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; y, para diciembre de 2009, la inflación total esperada, estimada con un modelo de mínimos cuadrados ordinarios, es de 8.37% y con un modelo de suavizamiento exponencial es de 7.64%; el promedio simple de ambos modelos se ubica en 8.01%, el cual se encuentra por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

Con relación a la inflación subyacente proyectada para diciembre de 2008, con datos observados a octubre de 2008, estimada con un modelo auto regresivo integrado de promedios móviles (Arima) es de 8.00%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 7.83%; el promedio simple de ambos modelos es de 7.92%, el cual se ubica por arriba del margen de tolerancia de la meta

de inflación (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; y, para diciembre de 2009, la inflación subyacente estimada con un modelo Arima es de 6.37%, en tanto que estimada con un modelo de suavizamiento exponencial es de 6.10%; el promedio simple de ambos modelos es de 6.24%, el cual se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación y dentro del margen de tolerancia (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva.

Con respecto a la tasa de interés parámetro, informó que al 6 de noviembre de 2008, el límite inferior fue de 7.40%, en tanto que el límite superior se ubicó en 11.35%; mientras que la tasa de interés líder de la política monetaria es de 7.25%, la cual se encuentra por debajo del límite inferior del margen de tolerancia estimado para la tasa parámetro, situación que sugiere una política monetaria restrictiva. En lo que se refiere a la tasa de interés pasiva de paridad, manifestó que, al 6 de noviembre de 2008, el límite inferior fue de 8.23% y el límite superior de 9.13%, en tanto que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario fue de 7.73%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del margen de fluctuación de la tasa de interés pasiva de paridad, lo que sugiere una política monetaria restrictiva.

En cuanto a la liquidez primaria, indicó que la emisión monetaria observada al 13 de noviembre de 2008, se encuentra desviada Q60.7 millones del límite inferior del corredor programado, lo que sugiere relajar la política monetaria; por su parte, la base monetaria amplia, a la misma fecha, se encuentra Q4,308.5 millones por arriba del límite superior del corredor programado, lo que sugiere una política monetaria restrictiva. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana, de Q2,123.9 millones, estaría indicando una política monetaria restrictiva.

En cuanto a los medios de pago, la variación interanual observada al 6 de noviembre de 2008 ascendió a 5.5%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del corredor estimado para dicha variable en esa misma fecha (8.2% a 11.2%), lo que sugiere una política monetaria relajada; en tanto que la estimación econométrica de la variación interanual de los medios de pago para diciembre de 2008 es de 7.1%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del rango esperado para diciembre de 2008 (8.0% a 11.0%), lo que sugiere una política monetaria relajada. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana, de -1.80%, sugiere por lo tanto una política monetaria relajada. Asimismo, a la fecha indicada, la variación interanual del crédito bancario al sector privado registró 12.9%, la cual se ubica por

debajo del límite inferior del corredor estimado para el 6 de noviembre de 2008 (15.3% a 18.3%), lo que sugiere una política monetaria relajada; por su parte, la estimación econométrica de la variación interanual del crédito bancario al sector privado, para diciembre de 2008, es de 11.9%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del rango esperado (14.0% a 17.0%), lo que sugiere una política monetaria relajada. La orientación promedio de las desviaciones para la presente semana es de -2.25%, sugiere por lo tanto una política monetaria relajada.

Con relación a las expectativas de inflación del panel de analistas privados, indicó que, según la encuesta realizada en octubre de 2008, para diciembre de 2008, la proyección de inflación se ubica en 11.51%, la cual se encuentra por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere una política monetaria restrictiva; y, para diciembre de 2009, la proyección de inflación se ubica en 9.36%, la cual también se encuentra por arriba del margen de tolerancia estimado para dicho año (5.5% +/- 1 punto porcentual), lo que sugiere una política monetaria restrictiva. Asimismo, indicó que la variable expectativas implícitas de inflación, con datos a octubre de 2008, muestra un ritmo inflacionario de 6.33%, el cual se ubica por arriba del valor puntual de la meta de inflación y dentro de su margen de tolerancia para 2008 (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales), lo que sugiere una política monetaria moderadamente restrictiva.

Con relación al Pronóstico de Inflación de Mediano Plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS), correspondiente al cuarto corrimiento efectuado en noviembre de 2008, éste proyecta para diciembre de 2008 un ritmo inflacionario de 11.70%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse, en promedio, en el último trimestre de dicho año en 7.42%. Asimismo, el pronóstico del corrimiento mecánico de dicho modelo para un horizonte de mediano plazo, proyecta para diciembre de 2009 un ritmo inflacionario de 7.01%, condicionado a ajustes graduales en la tasa de interés líder de la política monetaria hasta situarse, en promedio, en el último trimestre de dicho año en 5.20%.

Respecto de la orientación de las variables indicativas, con relación a la semana anterior, indicó que la misma permaneció sin cambios. En ese sentido, conforme al peso relativo asignado a dichas variables, se informó que 61.39% de las mismas sugiere una orientación de política monetaria restrictiva, 20.75% aconseja una política monetaria moderadamente restrictiva y 17.86% una orientación de política

monetaria relajada.

d) El Subdirector del Departamento de Estudios Económicos informó al Comité acerca de los factores monetizantes y desmonetizantes previstos en el Flujo Estimado de Monetización para la semana del 14 al 20 de noviembre de 2008, los cuales indican un potencial excedente de liquidez primaria por Q4,589.3 millones debido, principalmente, a vencimientos de DP; si a ello se adiciona la posición diaria de liquidez bancaria por Q418.9 millones y el desvío observado en la emisión monetaria respecto del límite inferior del corredor programado, resulta un potencial excedente de liquidez agregada, estimada para el referido período, de Q4,947.5 millones; de darse estos factores, para hacer compatible la oferta de emisión con la demanda programada, sería necesario colocar los DP que vencen durante el período (Q4,468.1 millones, según registros al 13 de noviembre de 2008) y hacer un esfuerzo adicional de captación de operaciones de estabilización monetaria por Q479.4 millones.

e) El Director del Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria indicó que, según la Asociación Bancaria de Guatemala, los bancos del sistema están enfrentando problemas de liquidez en moneda nacional, en razón de lo cual, propuso al Comité de Ejecución que en la semana del 17 al 21 de noviembre de 2008, el Banco de Guatemala no realice licitaciones de los derechos para la constitución de Depósitos Plazo, tanto por medio de las bolsas de comercio como en forma directa.

TERCERO: Cuarto corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) de 2008.

El Comité continuó deliberando acerca del análisis que sobre el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria deberá presentar a Junta Monetaria en la sesión del miércoles 19 de noviembre, fecha en la que dicho cuerpo colegiado decidirá respecto al nivel de dicha tasa de interés. Para tal efecto, los departamentos técnicos presentaron al Comité, en primer lugar, los pronósticos de mediano plazo generados por el cuarto corrimiento en 2008 del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS) y, en segundo lugar, el Balance de Riesgos de Inflación.

En lo que concierne al cuarto corrimiento del MMS en 2008, el análisis principió con un resumen de las condiciones iniciales del corrimiento; seguidamente, se presentó un reporte de cambios en el pronóstico de la tasa de inflación interanual y de la tasa de interés líder de la política monetaria respecto del pronóstico generado en el tercer corrimiento del MMS en 2008 (realizado en agosto). En tal reporte se indicó que el pronóstico de inflación interanual para diciembre de 2008, generado en el cuarto

corrimiento de 2008 (11.70%), es menor en 0.20 puntos porcentuales al pronóstico generado, para la misma fecha, en el tercer corrimiento de 2008 (11.90%). Dicha disminución en el pronóstico de inflación se explica principalmente por cambios en los factores siguientes: precio del diesel (-0.31%) y pronóstico de inflación de corto plazo (0.06%). Se indicó, asimismo, que el pronóstico de inflación para diciembre de 2009, generado en el cuarto corrimiento de 2008 (7.01%), es menor en 0.58 puntos porcentuales al pronóstico generado, para la misma fecha, en el tercer corrimiento de 2008 (7.59%). En este caso, la disminución en el pronóstico se explica principalmente por cambios en los factores siguientes: precio del diesel (-0.98%) y pronóstico de inflación de corto plazo (0.24%).

Con relación a la tasa de interés líder de la política monetaria, se indicó que el pronóstico del cuarto trimestre de 2008, generado en el cuarto corrimiento de 2008 (7.42%), es menor en 84 puntos básicos al pronóstico generado, para el mismo período, en el tercer corrimiento de 2008 (8.26%). Este comportamiento se explica principalmente por cambios en los factores siguientes: precio del diesel (-156 puntos básicos) y pronóstico de inflación de corto plazo (38 puntos básicos). Por su parte, el pronóstico de tasa de interés líder de la política monetaria promedio para los cinco trimestres comprendidos entre el cuarto de 2008 y el cuarto de 2009, que fue generado en el cuarto corrimiento de 2008 (6.32%), es menor en 30 puntos básicos al pronóstico promedio generado, para el mismo período, en el tercer corrimiento de 2008 (6.62%). La disminución de este pronóstico promedio se explica principalmente por cambios en los factores siguientes: precio del diesel (-82 puntos básicos) y pronóstico de inflación de corto plazo (45 puntos básicos). Adicionalmente, se indicó que al comparar el pronóstico de inflación interanual del modelo con las metas de inflación establecidas en la resolución JM-211-2007, se observa que para finales de 2008 y de 2009 la tasa interanual de inflación se estaría ubicando por encima de las respectivas metas de política monetaria.

Seguidamente se presentó el balance de riesgos del MMS indicándose que, de acuerdo con el pronóstico generado en el tercer corrimiento de 2008, existía un 100% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara por encima de la meta de política para 2008. De igual manera, según el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2008, existe un 100% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta de política monetaria.

Por otra parte, de acuerdo con el pronóstico generado en el tercer corrimiento de 2008, existía un 20.46% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encontrara dentro de la meta de política para 2009, un 64.35% de probabilidad de que la tasa en cuestión se ubicara por arriba de la meta y un 15.19% de probabilidad de que la tasa de inflación se situara por debajo de esa meta de política monetaria. En cambio, según el pronóstico generado en el cuarto corrimiento de 2008, existe un 23.54% de probabilidad de que la tasa de inflación interanual se encuentre dentro de la meta de política monetaria para diciembre de 2009, un 56.97% de probabilidad de que la tasa en cuestión se sitúe por encima de la meta y un 19.49% de probabilidad de que la tasa de inflación se ubique por debajo de la referida meta de política monetaria. Por tanto, el riesgo de exceder la meta de inflación para fines de 2009 disminuyó ligeramente entre ambos corrimientos.

Se indicó que los pronósticos de inflación mencionados son condicionales a que la Autoridad Monetaria lleve a cabo una política monetaria que busque la consecución de la meta de inflación de mediano y largo plazos. En ese sentido, la tasa de interés líder, compatible con el pronóstico del MMS generado en el cuarto corrimiento de 2008, pasa de un valor promedio observado de 7.08% en el tercer trimestre de 2008 a uno de 7.42% en el cuarto trimestre de 2008. Luego, a partir del primer trimestre de 2009 comienza una trayectoria descendente que llega a 6.99% en dicho trimestre y a 5.20% en el cuarto trimestre de 2009. Comparando la trayectoria recién descrita con la que fue prescrita por el tercer corrimiento del MMS en 2008, las tasas de interés de política prescritas por el cuarto corrimiento de 2008 son menores para el horizonte de pronóstico (excepto para el caso del cuarto trimestre de 2009), lo cual es consistente con el pronóstico de tasas de inflación más bajas.

CUARTO: Balance de riesgos de inflación.

En lo relativo al Balance de Riesgos de Inflación se destacaron los aspectos siguientes:

En cuanto a las condiciones externas, se indicó que el precio internacional del petróleo, del 1 al 13 de noviembre de 2008 se ubicó, en promedio, en US\$61.97 por barril, lo que significa una reducción de US\$14.75 por barril (19.23%) respecto del precio promedio registrado durante octubre de 2008 (US\$76.72 por barril) y una disminución de US\$29.77 por barril (32.45%) respecto al precio promedio de diciembre de 2007 (US\$91.74 por barril). En adición, de acuerdo con el servicio informativo *Bloomberg* el precio del crudo para entrega en diciembre de 2008 se situó

el 13 de noviembre en US\$68.29 por barril, inferior en US\$7.76 por barril (10.20%) respecto al precio prevaleciente para la misma posición el 16 de octubre de 2008 (US\$76.05 por barril). Sobre el particular, según informes de expertos internacionales, el referido comportamiento en el precio del crudo se asocia a factores de demanda y de oferta. En cuanto a la demanda, se hizo referencia a tres elementos: el primero, asociado al fortalecimiento del dólar estadounidense respecto a otras monedas; el segundo, relacionado a que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, en reunión realizada el 29 de octubre, redujo por segunda vez en un mes la tasa de interés objetivo, ubicándola en 1.0%; y, el tercero, asociado a la expectativa de una disminución en la demanda del crudo por parte de los países industrializados, como resultado de la crisis financiera mundial. Por el lado de los factores de oferta, se mencionó el incremento en el nivel de inventarios de petróleo de los Estados Unidos de América, el cual se ubicó en 311.9 millones de barriles, al 7 de noviembre de 2008, según información del Departamento de Energía de ese país.

En cuanto al comportamiento del precio internacional del maíz, se informó que éste registró una disminución, al ubicarse entre el 1 y el 13 de noviembre de 2008, en promedio, en US\$6.87 por quintal, inferior en US\$0.50 por quintal (6.78%) al promedio observado en octubre (US\$7.37 por quintal) e inferior en US\$0.70 por quintal (9.25%) al registrado en diciembre de 2007 (US\$7.57 por quintal).

En lo que concierne al precio internacional del trigo, se mencionó que el mismo se ubicó, en promedio, entre el 1 y el 13 de noviembre en US\$8.94 por quintal, lo que representa una disminución de US\$0.56 por quintal (5.89%) respecto del promedio observado a octubre de 2008 (US\$9.50 por quintal) y una reducción de US\$6.34 por quintal (41.49%) respecto del nivel registrado a finales de diciembre de 2007 (US\$15.28 por quintal).

Con relación a las condiciones internas, se indicó que la inflación mensual en octubre de 2008 se situó en 0.50% (-0.15% en septiembre de 2008) superior en 0.16 puntos porcentuales a la registrada en octubre de 2007 (0.34%) y menor en 0.15 puntos porcentuales al promedio de las variaciones registradas en octubre durante los últimos siete años (0.65%).

El ritmo inflacionario total (12.93%) y el ritmo inflacionario subyacente dinámico (9.12%) a octubre de 2008, continúan ubicándose por arriba del límite superior del margen de tolerancia determinado por la Junta Monetaria para 2009.

La proyección econométrica de la inflación total para diciembre de 2009 (8.01%), aun cuando es menor a la estimada el mes anterior, continúa ubicándose por arriba del margen de tolerancia de la meta de inflación prevista para ese año.

La proyección econométrica de la inflación subyacente dinámica para diciembre de 2009 (6.24%), fue levemente superior a la estimada el mes anterior, ubicándose por arriba del valor puntual de la meta de inflación (5.5%), pero dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. El peso relativo de la inflación importada en el ritmo inflacionario total se ha venido reduciendo en los últimos cuatro meses (5.65% en julio, 4.78% en agosto, 3.28% en septiembre y 1.60% en octubre). Las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en octubre, indican que el ritmo inflacionario total para finales de 2009 estaría situándose en 9.36%. Se destacó que, aun cuando la referida proyección registró una disminución moderada con respecto del mes anterior, se encuentra por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación determinada para 2009.

La ejecución de las finanzas públicas, de acuerdo con cifras preliminares a octubre de 2008, registró un déficit de Q329.9 millones, equivalente a 0.1% del Producto Interno Bruto (PIB) (déficit de Q1,797.8 millones a octubre de 2007, equivalente a 0.7% del PIB).

En lo relativo a las variables indicativas, se señaló que al comparar su situación a la fecha que se informa respecto a la del mes anterior, el 61.39% de las variables aconsejaban una orientación de política monetaria restrictiva (62.21% el mes previo); 20.75% sugería una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva (19.93% el mes previo); y, 17.86% aconsejaba una orientación de política monetaria relajada (igual porcentaje el mes previo). En cuanto a la liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) al 13 de noviembre de 2008 mostraba un desvío promedio de Q865.3 millones, situación que continúa reflejando la tendencia al alza en los recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias. En lo que se refiere a las variaciones interanuales del crédito bancario al sector privado y de los medios de pago, éstas se sitúan por debajo del límite inferior del corredor estimado.

QUINTO: Discusión y determinación de cupos para licitación de depósitos a plazo.

a) Discusión.

Los miembros del Comité efectuaron el seguimiento usual de la coyuntura

macroeconómica del país, tomando en cuenta tanto las tendencias como las perspectivas para el corto y mediano plazos de las variables más relevantes de los sectores monetario, fiscal, real y externo.

En cuanto al Balance de Riesgos de Inflación, en el seno del comité, se mencionó que éste se había tornado más complejo que el mes anterior y que se ampliaron los márgenes de incertidumbre acerca del desempeño económico mundial.

Aunado a ello, los asesores del Comité expresaron su opinión con relación a la decisión sobre el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, que corresponde tomar a la Junta Monetaria el miércoles 19 de noviembre, destacando que la intensificación de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales registrada en los últimos dos meses ha impactado significativamente las expectativas de crecimiento económico para el último trimestre de 2008 y para 2009, principalmente para las economías industrializadas. Ante tal escenario, los departamentos técnicos manifestaron que, no obstante que la inflación actualmente se encuentra en dos dígitos y que los pronósticos de inflación provenientes de los modelos econométricos, del cuarto corrimiento del MMS y de los resultados de la encuesta de expectativas de inflación, se encuentran por arriba de las metas de inflación establecidas, en su opinión, la prudencia aconsejaba mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, enfatizando que de no ser por las circunstancias externas descritas su recomendación hubiera sido elevar dicha tasa de interés. Adicionalmente, los departamentos técnicos señalaron que si bien los precios de los *commodities* que han afectado la inflación desde agosto del año pasado, han registrado disminuciones importantes en los dos últimos meses, a nivel interno dichas reducciones aún no se perciben de manera significativa, por lo que la inflación importada ha venido reduciendo su peso relativo en la inflación total, aumentando el de la inflación interna.

Con base en las presentaciones de los departamentos técnicos, el Comité deliberó acerca del contenido de las mismas, con el objeto de presentar a la Junta Monetaria elementos de análisis que pudieran ser útiles en la decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria, programada para el 19 de noviembre del presente año.

En el contexto descrito, el Comité manifestó que aunque la inflación total a octubre (12.93%) aumentó ligeramente respecto del mes anterior, la desaceleración reciente del precio internacional del petróleo y derivados, así como del maíz y del

trigo, podría coadyuvar a reducir el ritmo inflacionario en los próximos meses, siempre y cuando dicho comportamiento continúe y las reducciones se trasladen efectivamente a los precios internos; tal situación, además, redundaría en una moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos. No obstante, se enfatizó que el ritmo de la inflación subyacente dinámica se situó en octubre de 2008 en 9.12% y que se ha venido desacelerando menos que la inflación total. Sobre el particular, el Comité manifestó que la política monetaria, sin ignorar que la agudización de la crisis financiera internacional podría afectar el crecimiento económico del país en 2009, tiene un papel importante para moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, por lo que en la actual coyuntura es recomendable que la tasa de interés líder mantenga su mismo nivel.

En el Comité se destacó que las expectativas de inflación del panel de analistas privados, de conformidad con la encuesta realizada en octubre, indican que el ritmo inflacionario total para finales de 2009 estaría situándose en 9.36%, nivel significativamente superior a la meta para ese año.

Al efectuar un análisis prospectivo del comportamiento de la inflación, se indicó que la proyección del ritmo inflacionario total para finales de 2009, de 8.01%, se sitúa por arriba de la meta de inflación determinada para dicho año. Asimismo, de conformidad con el cuarto corrimiento del MMS en 2008, se pronostica un ritmo inflacionario para finales de 2009 de 7.01%, también por arriba de la meta de inflación.

Por último, se mencionó que la variación interanual tanto de los medios de pago como del crédito bancario al sector privado continúa reflejando una tendencia decreciente, no obstante que la liquidez primaria (emisión monetaria y base monetaria amplia) se encuentra por arriba del límite superior del corredor programado. En dicho comportamiento podría estar incidiendo una menor demanda de crédito derivada del aumento en la inflación y de la desaceleración de la actividad económica, así como una mayor cautela por parte de las entidades bancarias en el otorgamiento de crédito y en mantener una reserva más alta en activos líquidos, dada la coyuntura en los mercados financieros internacionales, en donde las condiciones de crédito se han endurecido.

El Comité analizó detalladamente los riesgos del entorno en que actualmente se ejecuta la política monetaria. En cuanto a los riesgos asociados al entorno externo, se mencionó que, a nivel mundial, destacaba la turbulencia registrada en los mercados financieros internacionales y que la mayor parte de los países

industrializados habían relajado sus posturas de política monetaria con el propósito de devolver la confianza a los mercados financieros y de estabilizarlos. Por su parte, en el balance de riesgos de inflación de los países en desarrollo, el peso de las presiones inflacionarias es alto, por lo que la mayoría de bancos centrales de dichos países, particularmente los que operan en un esquema de metas explícitas de inflación, han mantenido a lo largo de 2008 una postura de política monetaria restrictiva.

Con relación a las condiciones internas, se mencionó que la ejecución de las finanzas públicas, de acuerdo con cifras preliminares a octubre de 2008, registró un déficit de alrededor de Q300.0 millones, equivalente a 0.1% del PIB (déficit de Q1,797.8 millones a octubre de 2007, equivalente a 0.7% del PIB). Sobre el particular, se subrayó que el menor déficit registrado a octubre de 2008 obedeció a un menor gasto público con relación a igual período de 2007. Se mencionó que dada la programación del gasto público en lo que resta del año, se estaría observando una inyección de liquidez primaria de alrededor de Q2,000.0 millones, derivado de la disminución de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala.

Adicionalmente, los departamentos técnicos presentaron al Comité un análisis de la situación de la liquidez bancaria, en el que se concluye que actualmente las entidades bancarias reflejan un excedente de encaje mayor a Q850.0 millones, inversiones en DP al plazo de 7 días por Q3,876.0 millones y otros activos de fácil realización, que en total suman Q21,039.7 millones.

El Comité deliberó ampliamente acerca de la recomendación que presentará a Junta Monetaria en cuanto al nivel de la tasa de interés líder de política monetaria. En ese sentido, los miembros del Comité expresaron su opinión tomando en consideración un análisis integral de la actual coyuntura externa e interna.

En cuanto a la coyuntura externa, un miembro del Comité indicó que los acontecimientos recientes en los mercados financieros internacionales han modificado de manera importante la conducción de la política monetaria, especialmente en los países desarrollados, debido a la intensificación de la actual crisis financiera internacional y sus efectos en el crecimiento económico mundial durante los próximos trimestres. En tal sentido, mencionó que las medidas monetarias que se han implementado, principalmente, por parte de los bancos centrales de los países industrializados, son excepcionales y están orientadas más a mejorar la confianza de los mercados y a estabilizarlos que a procurar una reactivación económica.

Otro miembro del Comité manifestó que, en contraste, en los países en

desarrollo (en especial aquellos que operan bajo un esquema de metas explícitas de inflación), se ha mantenido una postura de política monetaria más conservadora, ello debido, según expertos internacionales, a que la inflación en dichos países se mantiene alta, a que el efecto de las alzas en los *commodities* es mayor respecto de los países desarrollados, debido al alto peso relativo del rubro de alimentos en la canasta básica y a que en los países en desarrollo es más fácil que se desanclen las expectativas de inflación, lo que a su vez hace más difícil que la inflación retorne a niveles más bajos cuando se disipan los choques externos, situación que limita el margen para adoptar políticas anticíclicas o expansivas. En el caso de Guatemala, en el Comité hubo coincidencia en que los choques externos de oferta se han propagado a los precios internos, situación que mantiene altas las expectativas de inflación, lo que requiere un manejo prudente de la política monetaria que permita anclar dichas expectativas a las metas de inflación de mediano plazo.

En cuanto a las condiciones internas, se destacó que, aunque existe la percepción de que la liquidez con la que cuenta el sistema bancario es insuficiente, cuando se habla de liquidez bancaria debe entenderse fundamentalmente como aquella que es suficiente para cubrir sus requerimientos de encaje y atender sus obligaciones, por lo que una percepción distinta puede enviar señales erróneas a los mercados internos y externos. En ese sentido, al 12 de noviembre de 2008, las entidades bancarias reportaban un excedente de encaje de Q861.5 millones, inversiones en DP al plazo de 7 días por Q3,876.0 millones, inversiones en DP a plazos mayores a 7 días por Q4,404.0 millones e inversiones en Bonos del Tesoro por Q11,898.2 millones, totalizando un monto de Q21,039.7 millones. Las condiciones favorables de liquidez bancaria actuales, se evidencian en la estabilidad de la tasa de interés para las operaciones de reporto y el comportamiento reciente del tipo de cambio nominal. No obstante, se considera razonable que a la luz de la actual coyuntura, con la incertidumbre y la alta volatilidad que prevalecen en los mercados financieros internacionales, las entidades consideren prudente mantener un monto mayor de activos líquidos. Derivado de lo anterior, el Comité consideró que con los mecanismos que se han puesto a disposición de las entidades, particularmente la mesa de dinero en dólares, se coadyuvaría a reducir la presión por mantener montos de activos líquidos en quetzales muy altos y, que de ser necesario, el Banco Central podría considerar la implementación de otros mecanismos similares. En adición, debería continuar de manera temporal con la suspensión de las licitaciones para

contracción de liquidez.

Por otra parte, también se hizo referencia a que la situación de las finanzas públicas ha venido gradualmente siendo más deficitaria (como lo anticipara el Ministerio de Finanzas Públicas), lo que permite prever que en lo que resta del año el gasto público se acelerará. En ese sentido, se destacó que dicha aceleración del gasto incidiría en un aumento adicional en la liquidez bancaria de alrededor de Q2,000.0 millones, derivado del retiro de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala.

En síntesis, en el seno del Comité se discutieron los factores que podrían tomarse en cuenta para la decisión. Con relación a los aspectos que sugerían elevar la tasa de interés líder se mencionaron los siguientes: a) las expectativas de inflación, así como los pronósticos de inflación total y subyacente dinámica se encuentran por arriba de la meta para 2009; b) La liquidez primaria se encuentra por arriba del límite superior del corredor programado, situación que refleja la tendencia al alza en los recursos líquidos disponibles de las entidades bancarias; y, c) el peso relativo de la inflación importada en el ritmo inflacionario total ha venido disminuyendo y ha aumentado el de la inflación interna y al mismo tiempo la inflación subyacente se ha desacelerado en menor magnitud que la inflación total.

Respecto de los factores que sugerían mantener invariable la tasa de interés líder de la política monetaria se destacaron dos: a) los precios internacionales del petróleo, del maíz y del trigo han venido evidenciando una trayectoria a la baja y b) la intensificación de la crisis financiera internacional ha deteriorado notablemente el entorno en que se desenvuelve la política monetaria, aumentando significativamente los márgenes de incertidumbre.

Dentro de los factores que aconsejaban reducir el nivel de la tasa de interés líder se mencionó el hecho de que la variación interanual tanto del crédito bancario al sector privado como de los medios de pago se ha venido ubicando por debajo del límite inferior de los respectivos corredores estimados.

Como resultado de la extensa discusión y análisis, en el seno del Comité privó la opinión de recomendar a la Junta Monetaria mantener invariable el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria en 7.25% y continuar observando la evolución del balance de riesgos de inflación a efecto de establecer sus cambios y orientación para el próximo mes, por lo que resultaba importante darle un seguimiento estrecho a las principales variables e indicadores macroeconómicos relevantes tanto internos

como externos.

b) Determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo

Con relación a la determinación de cupos para la licitación de depósitos a plazo; el Comité acordó suspender temporalmente las licitaciones por medio de las bolsas de comercio y en forma directa.

SEXTO: Otros asuntos e informes.

No habiendo otros asuntos e informes que tratar, la sesión finalizó a las dieciséis horas con cuarenta y dos minutos, en el mismo lugar y fecha al inicio indicados, firmando de conformidad los participantes.